

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 15620101151940

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

发行中介声誉与 IPO 抑价

——基于我国 A 股市场的实证研究

Issuing Intermediation Reputation and IPO Underpricing

——Base on the Empirical Research of A Share Market

魏 豪

指导教师姓名: 戴淑庚教授

专 业 名 称: 国际金融学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

IPO 抑价(IPO Underpricing)是首次公开发行的股票上市后首日的市场交易价格远高于发行价格的一种现象,该现象普遍存在于全球资本市场。公司在证券市场上的 IPO 行为实际上是一种筹资行为,而 IPO 抑价其本质就是企业为上市所要付出的融资成本。承销商、会计师事务所等发行中介机构是维系证券市场健康运行的重要角色,在公司 IPO 过程中,他们的主要作用在于在投资者与发行人之间建立起一个有效的信息传递体系,缓解投资者与发行人之间的信息不对称程度。“发行中介声誉假说”认为,声誉高的发行中介可以减轻信息不对称程度,提高 IPO 定价效率,大量的西方实证研究也验证了这一假说。但是不同声誉的发行中介是否会对公司的 IPO 抑价程度产生不同影响在国内还缺乏经验证据。

本文的研究目的是为了验证在我国 IPO 市场上,发行中介的声誉是否会对 IPO 抑价产生显著影响。文章首先对国内外有关 IPO 抑价与发行中介声誉的文献进行归纳与总结,然后选取 2009 年 10 月 30 日至 2012 年 12 月 31 日我国 A 股市场 838 个 IPO 样本数据进行实证分析,从一级市场与二级市场两个角度搜集和设置可能影响 IPO 抑价的变量,并运用主成分分析法对大量的财务指标进行简化和综合,最后的 OLS 多元回归结果得出如下结论:

在单独考虑承销商声誉或者会计师事务所声誉与上市公司 IPO 抑价率的关系时,承销商声誉与 IPO 抑价率之间的关系并不显著,这与西方的“承销商声誉假说”相违背;而会计师事务所声誉表现出和 IPO 抑价率显著地负相关关系,这与西方的“会计师事务所声誉假说”相吻合;在将承销商声誉与会计师事务所声誉综合考虑,研究发行中介联合声誉对 IPO 抑价率的影响时,我们发现发行中介联合声誉与 IPO 抑价率之间呈现出显著的负相关关系,说明“发行中介声誉假说”在我国的证券市场中已经逐步产生了作用,证实了推动我国发行中介构建优良声誉的必要性。

关键词: 发行中介; 声誉; IPO 抑价

Abstract

IPO under-pricing (IPO under-pricing) is a phenomenon that: after the initial public offering of stock market, the first day's stock trading price is much higher than the issue price. This phenomenon exists generally in the global capital market. The IPO behavior of company is actually a kind of financing behavior, IPO under-pricing is a financing costs for company to list. The underwriters, accounting firms and other intermediary institution play an important role to maintain the issuance of securities market operation. Their main role is to set up an effective information transfer system between the investor and the issuer, and to alleviate the degree of information asymmetry between investors and issuers. In the company's IPO process. "Issuing intermediation reputation hypothesis" thinks that, high reputation of issuing intermediation can reduce the information asymmetry phenomenon, improve the efficiency of IPO pricing. A large number of empirical studies in the West also test the hypothesis. But whether different reputation issuing intermediation will have a significant different impact on company's IPO under-pricing or not is still lack of empirical evidence in China.

The aim of this study was to test whether the issuing intermediation reputation will have a significant impact on the IPO under-pricing in the IPO market of China. At first, this article summary the literature of IPO under-pricing and issuing intermediation reputation at home and abroad, Then select 838 IPO sample of China's A share market from October 30, 2009 to December 31, 2012 for empirical analyzing, collect and set variables which may influence the IPO under-pricing from the primary market and the secondary market, use the method of principal component analysis to integrated and simplified large numbers of financial indicators. The final multivariate OLS multiple regression results of the following conclusions:

Consider the relationship between the reputation of the accounting firm or the reputation of underwriters and listed companies IPO under-pricing rate alone, the relationship between underwriter reputation and IPO under-pricing is not significant, which is not coincide with the Western's "underwriter reputation hypothesis".

However, the auditor reputation has shown significantly negative correlation to the IPO under-pricing rate, which is coincide with the Western's "auditor reputation hypothesis". Then we integrate the underwriter reputation with the accounting firm reputation as the reputation of the issuing intermediation, we found a significantly negative correlation between the issuing Intermediation and the IPO under-pricing rate. It tells us that the "issuing intermediation reputation hypothesis" has been gradually produced an effective role in China, and confirm the need to promote China issued intermediaries to build excellent reputation.

Keywords: Issuing intermediation; Reputation; IPO under-pricing

目 录

1. 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究思路与框架	4
1.3 研究方法	4
1.4 研究创新点与不足点	5
2. 文献综述	7
2.1 一级市场 IPO 抑价综述	7
2.1.1 投资者与投资者之间的信息不对称	7
2.1.2 承销商与发行人之间的信息不对称	8
2.1.3 发行人与投资者之间的信息不对称	9
2.1.4 承销商与投资者之间的信息不对称	11
2.2 二级市场 IPO 抑价综述	13
2.2.1 意见分歧假说	13
2.2.2 投机泡沫假说	13
2.2.3 政府行为假说	14
2.3 国内文献综述	15
2.3.1 宏观角度 IPO 抑价研究	15
2.3.2 微观角度 IPO 抑价研究	16
2.3.3 发行中介声誉与 IPO 抑价	17
3. 研究假设与研究设计	22
3.1 研究假设	22
3.1.1 基于发行中介声誉假说的假设	22
3.1.2 基于中国证券市场的备择假设	22
3.2 变量选取	23
3.2.1 被解释变量	23
3.2.2 解释变量	25
3.2.3 控制变量	28
3.3 财务指标主成分分析	33
3.3.1 主成分分析法	33
3.3.2 提取财务指标主成分	35
3.4 数据选择与模型设计	39
3.4.1 数据选择	39
3.4.2 模型设计	39
4. 发行中介声誉与 IPO 抑价实证检验	41
4.1 描述性统计	41
4.2 承销商声誉与 IPO 抑价率	43
4.2.1 Pearson 相关性检验	43
4.2.2 多元回归结果	44

4.2.3 实证结果分析	44
4.3 会计师事务所声誉与 IPO 抑价率	47
4.3.1 Pearson 相关性检验	47
4.3.2 多元回归结果	47
4.3.3 实证结果分析	48
4.4 发行中介联合声誉与 IPO 抑价率	49
4.4.1 Pearson 相关性检验	49
4.4.2 多元回归结果	49
4.4.3 实证结果分析	50
5.研究结论与政策建议	52
5.1 研究结论	52
5.2 政策建议	53
参考文献	55
致 谢	60

CONTENTS

1. Introduction	1
1.1 Background and significance	1
1.2 Research ideas and structure	4
1.3 Research methods	4
1.4 Research innovation and deficiencies	5
2. Literature Summary	7
2.1 Literature Summary of primary market IPO underpricing	7
2.1.1 Information asymmetry between investors and investors	7
2.1.2 Information asymmetry between underwriters and issuers	8
2.1.3 Information asymmetry between issuers and investors	9
2.1.4 Information asymmetry between underwriters and investors	11
2.2 Literature Summary of secondary market IPO underpricing	13
2.2.1 The divergence of opinion hypothesis	13
2.2.2 Speculative bubble hypothesis	13
2.2.3 Government action hypothesis	14
2.3 Domestic literature Summary	15
2.3.1 IPO underpricing research on macro perspective	15
2.3.2 IPO underpricing research on microcosmic perspective	16
2.3.3 Issuing intermediation reputation and IPO underpricing	17
3. Research assumption and research design	22
3.1 Research assumption	22
3.1.1 Research assumption base on issuing intermediation reputation	22
3.1.2 Alternative assumption base on China's securities market	22
3.2 Variable selection	23
3.2.1 Explained variables	23
3.2.2 Explanatory variables	25
3.2.3 Control variables	28
3.3 PVA of financial Indicators	33
3.3.1 Principal components analysis method	33
3.3.2 Extract the PVA of financial Indicators	35
3.4 Data selection and model design	39
3.4.1 Data selection	39
3.4.2 Model design	39
4. Empirical research	41
4.1 Descriptive statistics	41
4.2 Underwriters reputation ang IPO underpricing	43
4.2.1 Pearson correlation test	43
4.2.2 The result of multiple regression	44

4.2.3 Analysis of the empirical results	44
4.3 Accounting firm and IPO reputation.....	47
4.2.1 Pearson correlation test	47
4.2.2 The result of multiple regression.....	47
4.2.3 Analysis of the empirical results	48
4.4 Issuing intermediation joint repuration and IPO underpricing	49
4.2.1 Pearson correlation test	49
4.2.2 The result of multiple regression.....	49
4.2.3 Analysis of the empirical results	50
5. Conclusions and policy recommendations	52
5.1 Conclusions	52
5.2 Recommendations.....	53
References.....	55
Acknowledgements.....	60

厦门大学博硕士论文摘要库

1.导论

1.1 研究背景与意义

1、研究背景

IPO 抑价(IPO underpricing)现象是指首次公开发行的股票上市后首日的市场价格明显高于发行价格,从而导致发行市场与二级市场出现交易价差,形成 IPO 首日的股票超额收益率。IPO 抑价程度通常反应了一国证券市场的资本资产定价效率与资源配置能力。有效市场假说认为,在一个有效市场上,众多理性的投资者相互博弈与竞争,从而使得在任何时候,股票的价格都反映了已经发生的和市场预期会发生的事情。那么根据有效市场假说,新股上市后的收益率应当等同于市场股票的平均收益率,不应当存在显著超越市场平均水平的超额收益率。而 IPO 抑价现象恰恰就违背了有效市场假说,并且该现象普遍的不同程度的存在于世界各个国家(如表 1.1、表 1.2 所示)。事实上,自从 Ibboston (1975)对 IPO 抑价现象进行系统性研究以来, IPO 抑价现象至今都是国内外金融界研究的一个热点之“谜”。

本文所研究的发行中介是指在公司 IPO 过程中提供定价服务的承销商以及提供审计服务的会计师事务所,发行中介声誉是指发行中介在证券市场上的名声与地位以及投资者对其认可的程度。几十年来,许多学者从信息不对称、信息对称、行为金融学等多个角度对 IPO 抑价现象进行了研究,提出了多种有建设性的假说,“发行中介声誉假说”就是其中有代表性的一种。公司在证券市场上的 IPO 行为实际上是一种筹资行为,而 IPO 抑价其本质就是企业为顺利上市所要付出的融资成本。承销商、会计师事务所等金融中介机构是维系证券市场可持续发展的至关重要的组成部分,在公司 IPO 过程中,他们的主要作用在于在投资者与发行人之间建立起一个有效的信息传递体系,缓解投资者与发行人之间的信息不对称程度。高声誉的会计师事务所能提供高质量的财务会计认证,将企业真实的财务信息传递给处于信息劣势的投资者;高声誉的承销商能提供高质量的金融认证,保证将审计师提供的财会认证转化为准确与高效的 IPO 定价,构建一条沟通发行人和投资者的信息“桥梁”,并维持“桥梁”的畅通无阻。因此,发行中介机构在提高 IPO 定价效率与保证新股顺利发行方面至关重要。

我国的证券市场在历经了二十几年的摸索与改革,已经逐渐开始在提高国

表 1.1 发达国家 IPO 抑价率均值统计^①

国家	研究者	IPO 家数	样本期间	IPO 抑价均值
美国	Ibbotson, Sindelar and Ritter	14840	1960-2001	18.40%
英国	Dimson, Levis and Ljungqvist	3122	1959-2001	17.40%
加拿大	Jog and Riding	500	1971-1999	6.30%
法国	Paliard and Belletante	571	1983-2000	11.60%
德国	Ljungqvist	407	1978-1999	27.70%
奥地利	Aussenegg	83	1984-2002	6.30%
澳大利亚	Lee and Taylor	381	1976-1995	12.10%
丹麦	Jakobsen and Sorensen	117	1984-1998	5.40%
荷兰	Wessels	143	1982-1999	10.20%
挪威	Emilsen	68	1984-1996	12.50%
西班牙	Ansotegui and Fabregat	99	1986-1998	10.70%
葡萄牙	Almeida and Duque	21	1992-1998	10.60%
意大利	Giudici and Paleari	181	1985-2001	21.70%
比利时	Rogiers, Manigart and Ooghe	86	1984-1999	14.60%

数据来源：根据 Tim Loughran, Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist (2003) 的研究文献：Why has IPO underpricing changed over time? 整理而得。

表 1.2 新兴市场国家 IPO 抑价率均值统计

国家	研究者	IPO 家数	样本期间	IPO 抑价均值
中国	Datar and Mao	432	1990-2000	256.90%
中国香港	McGuinness	857	1980-2001	17.30%
中国台湾	Lin and Sheu	293	1986-1998	31.10%
巴西	Aggarwal	62	1979-1990	78.50%
印度	Krishnamurti and Kumar	98	1992-1993	35.30%
印尼	Ljungqvist and Yu	237	1989-2001	19.70%
韩国	Choi and Heo	477	1980-1996	74.30%
马来西亚	Isa and Yong	401	1980-1998	104.10%
墨西哥	Leal and Hernandez	37	1987-1990	33.00%
新加坡	Taylor and Walter	441	1973-2001	29.60%
南非	Page and Reyneke	99	1980-1991	32.70%
土耳其	Kiyamaz	163	1990-1996	13.10%
泰国	Wethyavivorn and Koo-smith	291	1987-1997	46.70%
以色列	Kandel, Sarig and Wohl;	285	1990-1994	12.10%

数据来源：根据 Tim Loughran, Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist (2003) 的研究文献：Why has IPO underpricing changed over time? 整理而得。

① 从表 1.1 与表 1.2 的统计结果来看，发达国家的 IPO 抑价均值整体上要小于新兴市场国家的 IPO 抑价均值；而从样本期间来看，样本期间越早，IPO 抑价率相对越高。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库